

证券研究报告

对标普下调意大利国债信用评级的点评

意国债风险还未失控，欧债前景更加莫测

证券分析师

何庆明

S1060208120121

0755-22625695

Wangcheng932@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项：

北京时间20日早间，标普公司宣布下调意大利长短期国债信用评级1个评级至A和A-1，展望为负面。

主要观点：

- **标普下调意大利国债信用评级超预期。**随着欧债危机愈演愈烈，意大利债务问题愈发引起市场关注。此前标普公司曾在5月、7月对意大利债务问题、经济增长显示关注。另一评级机构穆迪则表示将密切关注意大利政府、议会方面就促进经济增长和缩减财政支出的具体行动，如果意大利方面采取的行动不得力，则有可能在10月份下调意大利国债的信用评级。因此此次标普在穆迪之前下调意大利国债信用评级超出市场预期。
- **经济增长缓慢、混乱的政局是标普下调意国债评级的主因。**从已获得的信息来看，标普认为孱弱的经济增长和混乱的政局都加了意大利债务危机的风险，具体地：
 - 此次标普公司下调了对意大利11-14年增长预期，由此前的年增长1.3%下调至0.7%，此前市场也将意大利GDP增速由6月的预测值0.6%下调至0.2%；
 - 意政府与议会的分歧、羸弱的执政联盟将限制政府应对危机时作出及时坚强回应的能力。上周议会通过了一项政府提出的规模为540亿欧元的财政紧缩计划，但议会内争夺的过程是十分艰难，显示意国政府、议会对于解决债务问题存在分歧。尽管ECB勉强接受了财政紧缩计划，但是在标普看来，这个紧缩计划的规模不够，同时执行起来也有难度。
- **未来意大利政府仍面临巨大挑战，但市场未抛弃意大利，短期内其债务风险仍未失控。**具体来说：
 - 通过估算，从11年9月至12年6月，意大利政府有总额为2760亿的债务和利息（包含国债和贷款）到期，其中11年9月有216亿、11月有345亿，12年2-4月分别有635亿、423亿和382亿，因此未来的数月内意大利债务问题仍会反复上演；
 - 另一方面，从数据上看，意大利5年期和10年期国债的竞标利率分别较此前上升了67BP和25BP，仅1年期国债竞标利率出现约119BP的上升，同时长短期国债的拍卖认购倍数基本保持稳定，因此我们认为短期内意大利还可以从市场上融资，其短期债务风险没有失控。
- **意大利不是希腊第二，一旦意大利倒下后果不堪设想。**具体来看：
 - 意大利的经济实力位列欧元区第三，远比希腊要强，它对于债务的承受能力比希腊要强得多；
 - 从01年至10年的数据来看，意大利政府对于债务和财政赤字的控制做得不差，比希腊要好得多。过去10年意政府债务/GDP比值仅提高了10个百分点，同时的德、法则从50%上升至80%以上；
 - 从债务规模来看，截止10年底，意大利政府负债规模超过“PIGS”负债的总和，约1.9万亿欧元，这个数目是ECB、德、法不可能承担的。
- **未来展望。**我们有以下几点判断：

- 从当前的数据来看，市场并没有抛弃意大利，我们将密切关注意大利新国债发行的情况，如果意大利在市场融资出现困难进而需要大量资金援助，那整个欧元区将会遇到极大的麻烦；
- 希腊债务危机仍是欧债危机的关键，如果希腊在债务危机前倒下必将加剧市场对于意大利、西班牙、爱尔兰等国债务违约的忧虑，这种溢出效应是欧元区不可承受的，因此德、法将在一切可能的范围内仍将援助希腊；
- ECB 将会持续购买进行区内债务国的国债，以此稳定市场信心，维持债务国国债利率在一个合理的水平；
- 由于债务问题愈演愈烈，对比欧、美经济复苏和债务危机的现状，我们认为欧元将继续承压。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257